

## 宏观点评 20230117

# 3%GDP 增速及其分项对 2023 年的基数效应

2023 年 01 月 17 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《2023 年: 5.6%的目标, 靠消费还是靠投资?》

2023-01-16

《外资做多中国, 到什么程度了?》

2023-01-15

■ IMF 在年初曾预测“2022 年中国经济增速或 40 年来首次低于全球平均增速”, 但从今天统计局公布的数据来看, 2022 年中国 GDP 增速 3% 很可能将让 IMF 的这一预测落空。这是因为当前 IMF 和世界银行预测 2022 年全球 GDP 增速均在 3% 附近, 但 2022 年以来两家机构一直在持续下调对于中国 GDP 的预测, 比如世界银行最近的一次预测 2022 年中国 GDP 增速仅为 2.7%。由此可见, 2022 年中国 GDP 实现 3% 的增速, 足以使其经济增长达到甚至略高于全球水平。

■ 但对于 2023 年而言, 由于 3% 这一增速普遍高于市场预期, 因此其对于 2023 年中国 GDP 增长的基数效应相对弱化了。如何量化这一基数效应? 我们在此提供一个简单的测算方法, 即 1) 假定不含基数效应下, 2022 年中国 GDP 增速为 2020-2021 年的复合年均增速; 2) 假定 2023 年 GDP 增速的目标值为 5%; 3) 根据假设 1) 和 2), 计算出不含基数效应下, 2023 年中国 GDP 的实际增速; 4) 用该增速减去 5% 的目标增速, 即为 2022 年 GDP 增速 3% 对 2023 年 GDP 增速的基数效应。基于上述步骤, 不难算出这一基数效应约为 2.3 个百分点, 这也意味着对于实现 2023 年 GDP 增速 5% 的目标, 只需要基数效应外 2.7 个百分点的增长, 难度并不大。因此我们预计 2023 年中国 GDP 增速将在 5% 以上甚至接近 5.5%。

■ 利用该方法可以考察 2023 年各季度 GDP 增长所存在的基数效应。如图 1 所示, 虽然 2022 年一季度 GDP 增速 4.8%, 但对 2023 年一季度的基数效应依然为正 (0.1 个百分点), 但从全年来看是最弱的; 二季度的基数效应无疑是最高的 (5.3 个百分点), 这也意味着正常情况下 2023 年二季度 GDP 增速应该在 10% 以上, 否则就是低于预期。从三四季度的基数效应来看, 2023 年下半年的 GDP 增速有望在 6% 以上。

■ 我们进一步考察了 2023 年 GDP 各分项增长所存在的基数效应。如图 2 所示, 由于房地产和消费在 2022 年增速大幅下滑, 因此在 2023 年正的基数效应最为明显, 从这点来看, 2023 年房地产投资的负增长有望显著收窄, 甚至接近于零; 而社零消费的增速有望大概率将超过 10%; 相比之下, 2022 年由于出口和基建投资的高增, 在 2023 年的基数效应上是负贡献。

■ 那么为什么第四季度的增长要好于市场预期? 我们认为主要是低估了疫情蔓延本身带来的意外增长, 例如居家带来的供电供热需求增加, 感染加速导致的药物和食品抢购等, 以及汽车消费的“冲量”, 具体来看:

■ 工业: 疫情加速蔓延带来的意外增长。12 月工业生产偏弱意料之中, 季调环比 0.06%, 创下有历史数据以来的同期最低, 不过放缓幅度要好于市场预期, 在疫情加速蔓延达峰的情况下, 同比增长仍有 1.3% (上月为 2.2%)。

从分项上看, 汽车制造继 2022 年 4 月之后再次成为最大的拖累 (图 3)。供应端, 上海等汽车制造重要城市遭受疫情冲击, 员工大量缺勤, 物流速度明显放缓; 需求端, 尽管 12 月国内汽车消费整体表现不俗, 但对于明年车辆购置税优惠持续性的担忧以及全球需求的放缓还是导致汽车制造业降温, 外需的走弱也表现在机械设备端生产的降速, 例如电机、通用专用设备制造等。表现突出的供电供热等公用事业, 这可能与 12 月疫情快速蔓延, 居民大量居家、相关用电用热量大增有关。

■ 制造业投资: 双驱动下的稳健。尽管有疫情的影响, 12 月制造业投资反而加速了, 当月同比增速由上月的 6.2% 回升至 7.4%, 而且从公布的行业分项来看, 同比加速的行业数量也比 11 月更多。回顾 2022 年, 由于内需的走弱, 制造业投资的主要需求拉动主要来自于两个方面, 一是政策支持下的重大项目建设拉动, 比较典型的是电力设备和新能源车及配套行业, 例如在主要的 28 个行业中 2022 年制造业投资表现较好的 (可以从全年增速和同比加速的月份数量来评估) 汽车制造、电气机械和通

用设备；二是出口的拉动，其中比较突出的是化工以及机械设备等行业，不过近期在出口增速放缓、前景不明的情况下，投资增速也有所放缓（图 4 和 5）。

展望 2023 年，民间投资被中央经济工作会议和近期召开的地方两会反复提及，从地方两会政府工作报告的内容来看，多数省份把交通和能源摆在投资领域的前两位，汽车、交通设备，电气机械和有色金属等仍将是制造业投资重要的方向。

- **基建：增速稍有回落，交通仓储投资接力。**2022 年一季度基建投资额占全年比重仍比较低（占 14.8%），而二、三、四季度的份额分别为 29.3%、26.8%和 29.1%，这与过去五年基建投资节奏基本吻合（图 6），基建靠前发力其实并不明显。12 月广义基建投资当月同比增速达 10.4%（上月为 13.9%），较前几个月的增速表现有所回落。回顾 2022 年，在三大组成部分中，水利和公共设施为第三季度基建投资的重要驱动力，而第四季度由交通仓储投资接力（图 7）。12 月交通仓储增速赶超能源基建投资，当月同比增速达 22.7%，其中道路投资替代铁路投资成为主要发力点（图 8 和 9）。

展望 2023 年，尽管 2022 年基数较高，稳经济的重要抓手依旧是“发挥投资的关键性作用”，基建以及与基建相关的制造业投资将依旧是主要的政策发力点之一，这意味着二者在增速上大概率将保持在 5%（实际增速）以上。

- **地产：房价可能是提振内需的关键。**12 月地产投资跌幅微幅扩大，同比增速跌至-20%（上月为-19.9%），从相关面积指标来看，跌幅虽然有所收窄，但依旧很大（图 10），尤其值得注意的是作为领先指标的拿地和新开工，两者继续萎靡意味着 2023 年地产投资的复苏会十分缓慢。受 2022 年 12 月疫情加速阳达峰影响，地产销售在下半月大幅萎缩、拖累全月销售同比跌幅仍在 30%以上。

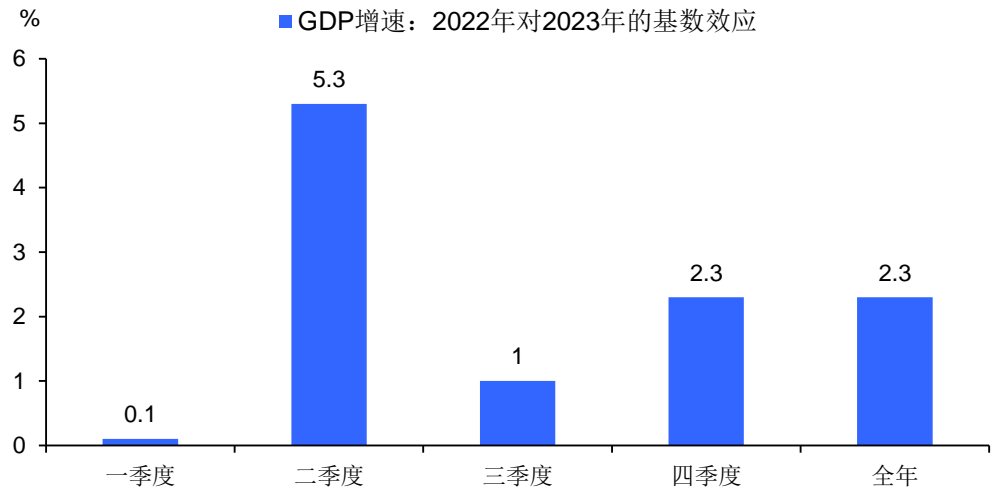
我们认为当前可能更重要的是密切关注房价的企稳。扩大内需是 2023 年稳经济的基础，消费首当其冲，而从历史上看房价能否企稳对于消费者信心反弹有重要的支撑作用。2022 年 12 月 70 城新建商品住宅价格环比跌幅没有继续扩大，但是同比和环比下跌城市的数量有所上升，值得注意的是是一线城市中深圳也开始加入房价同比下滑的队列。我们预计后续仍会在需求端仍会对房价压力较大的地区给予更大的政策支持，稳定房价、稳定地产销售，进而稳定消费大盘（图 11 至 13）。

- **社零：买车吃药，12 月社零明显好于市场预期。**感染率上升对于居民消费的抑制比市场预期弱的多，12 月社零同比增速录得-1.8%（彭博一致预期-9.5%）。一方面，补贴、优惠等政策临近到期，12 月集中购车对于社零拉动的显著回升，录得正贡献 1.3pp（前值-1pp），同比增速录得 4.6%，另一方面疫情蔓延期间，对食品和相关药物的抢购拉动消费 2.45pp；而居民大规模居家下，服装成为最大的负拉动项（图 14）；增速方面，化妆品、金银珠宝和家电音像产品领跌，高基数下同比跌幅分别为-19.3%、-18.4%、-13.1%（图 15）。餐饮消费同比降幅扩大至 14.1%（11 月降 8.4%）。

- **展望 2023 年，社零消费增速的合理区间是多少？**我们此前的报告考察了全球此前防疫放开的 10 大经济体消费的复苏情况，发现东亚经济体中的新加坡和中国台湾这两个案例，可以作为中国放开后消费复苏理想情形和非理想情形的参考，根据这两个经济体放开后消费补缺口的节奏和力度，我们估算 2023 年中国社零消费的增速在 8.8%-13.2%之间。

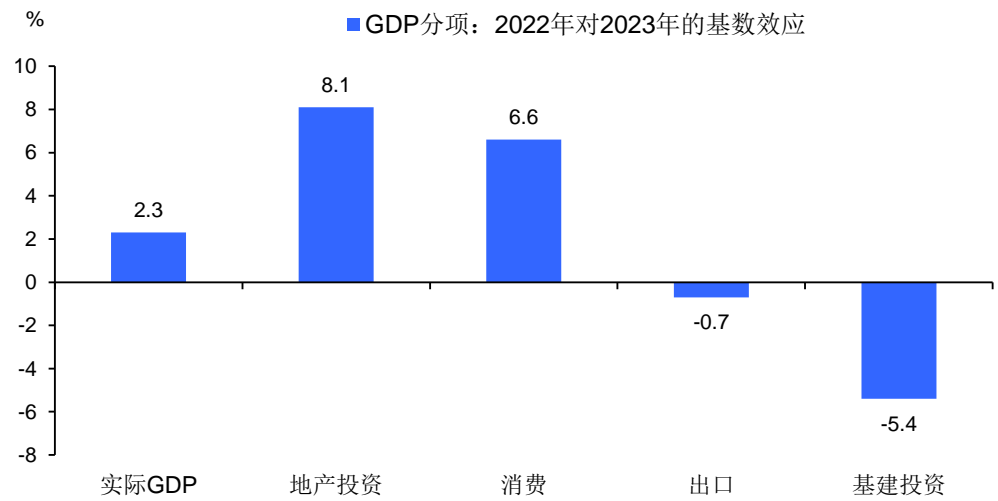
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

图1: 从基数效应来看, 2023年一季度的基数效应最弱, 二季度的基数效应最强。



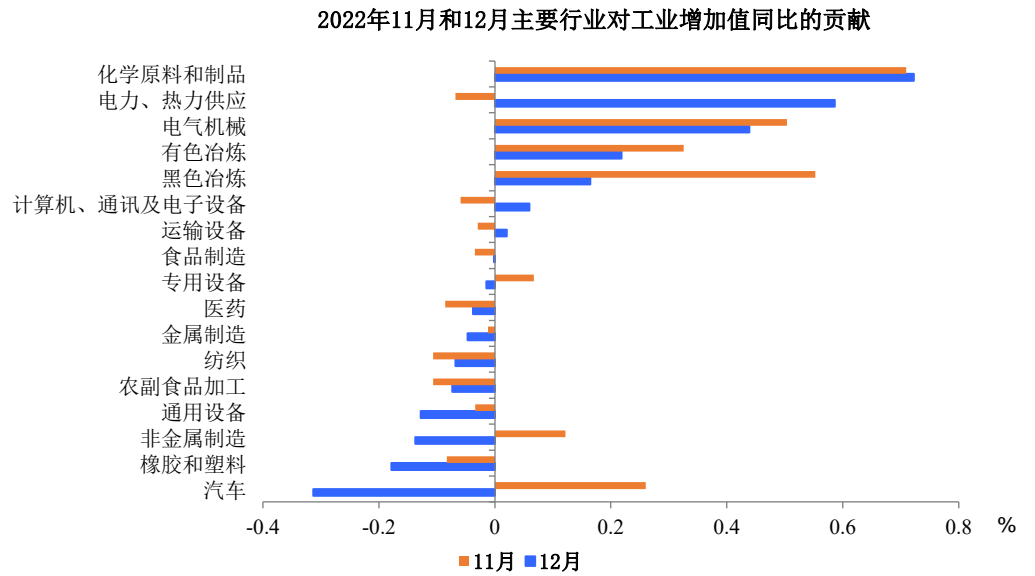
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 从基数效应来看, 出口和基建投资是拖累, 地产投资和消费正贡献最大



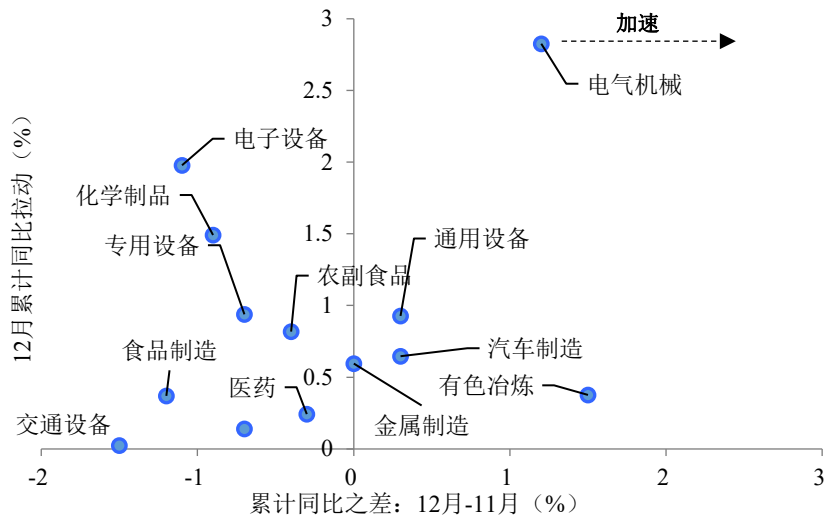
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 2022年12月主要行业对工业增加值的贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2022年12月部分行业制造业投资表现：电机行业表现突出



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022年主要行业制造业投资增速加速情况

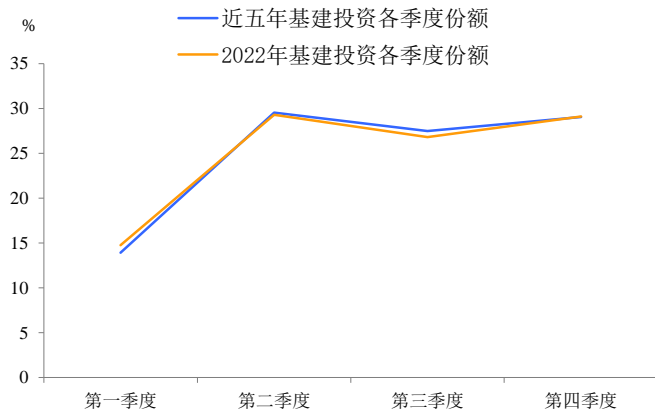
行业	权重	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	加速月份占比
农副食品	5.28%	-6.8%	-3.4%	-7.7%	0.0%	0.5%	3.7%	5.1%	-6.5%	-1.1%	-0.83%	36.4%
食品制造	2.70%	-4.3%	-0.7%	-4.9%	-7.4%	4.5%	5.8%	-18.6%	18.0%	-4.9%	-10.41%	27.3%
酒饮和茶	1.67%	2.8%	-17.3%	2.2%	-7.2%	29.5%	-32.0%	21.1%	-26.2%	-7.2%		40.0%
烟草	0.07%	-22.7%	27.0%	77.2%	-81.2%	40.8%	-32.5%	16.5%	-18.1%	3.8%		50.0%
纺织业	2.98%	-22.9%	-9.3%	2.3%	2.2%	-0.8%	-16.9%	7.7%	4.9%	-2.4%	-3.44%	36.4%
纺服	1.39%	-15.0%	3.3%	-10.0%	12.4%	-10.3%	-3.9%	7.4%	-15.0%	10.0%		40.0%
皮革制鞋	0.77%	0.0%	1.1%	-7.5%	2.9%	3.2%	-19.2%	21.1%	-3.3%	-15.1%		40.0%
木材加工	1.89%	0.3%	-12.7%	3.0%	5.3%	-4.7%	12.4%	-6.1%	-6.0%	-27.4%		40.0%
家具	1.74%	19.5%	-3.4%	-12.9%	2.3%	-2.6%	21.2%	-20.1%	-3.5%	-0.2%		30.0%
造纸	1.40%	16.0%	-20.7%	6.9%	-13.7%	7.8%	-2.0%	-2.6%	6.3%	-15.3%		40.0%
印刷	0.69%	-14.1%	-17.4%	-17.1%	11.4%	-7.4%	-19.9%	12.2%	-1.1%	-6.6%		20.0%
文娱用品	0.97%	-2.1%	-7.3%	13.7%	-12.6%	5.8%	-3.3%	-5.6%	6.4%	-9.6%		30.0%
燃料加工	1.64%	-48.3%	8.8%	-11.3%	-27.5%	34.7%	-14.7%	-17.1%	8.6%	-10.8%		30.0%
化学制品	7.94%	-0.3%	0.7%	-9.9%	13.4%	0.3%	11.5%	-3.9%	1.1%	-14.3%	-4.05%	45.5%
医药	4.12%	-17.5%	-11.7%	6.4%	-5.2%	12.1%	-2.9%	-0.3%	-1.2%	-6.7%	3.27%	27.3%
化纤	0.72%	-29.0%	16.6%	-14.5%	-2.3%	-1.5%	0.8%	27.1%	-56.6%	-3.8%		30.0%
橡胶塑料	3.70%	-5.2%	-2.7%	-5.6%	3.7%	-10.9%	11.4%	-16.7%	9.9%	6.4%		40.0%
非金属制造	10.27%	-8.9%	-6.2%	1.1%	2.4%	-5.9%	1.3%	1.5%	-8.5%	-4.8%		40.0%
黑色冶炼	3.63%	16.7%	-17.9%	-0.9%	11.4%	-3.3%	-5.5%	11.0%	-23.8%	-11.9%		30.0%
有色冶炼	2.39%	-17.2%	15.6%	-1.3%	-13.6%	10.4%	8.0%	-2.1%	12.7%	-26.2%	24.44%	45.5%
金属制造	5.03%	-18.4%	-5.8%	1.1%	-3.0%	-1.9%	0.6%	4.2%	-10.6%	17.6%	-7.28%	36.4%
通用设备	6.27%	-5.3%	2.8%	-7.1%	-4.0%	-9.4%	7.8%	2.4%	-13.6%	11.9%	3.37%	45.5%
专用设备	7.75%	-6.3%	-8.7%	-4.3%	0.5%	4.6%	-8.3%	7.4%	-10.7%	4.2%	-2.20%	36.4%
汽车制造	5.13%	1.9%	-6.1%	6.0%	-9.8%	12.2%	20.7%	-24.8%	2.1%	-5.0%	6.84%	54.5%
交通设备	1.35%	-23.5%	-17.1%	26.1%	-7.4%	-13.2%	-6.0%	-9.5%	16.4%	-12.5%	1.71%	27.3%
电气机械	6.63%	-25.1%	-4.4%	10.3%	-0.8%	3.1%	5.9%	-0.2%	-4.4%	13.1%	0.32%	45.5%
电子设备	10.52%	-12.9%	-10.4%	9.0%	-5.3%	-3.9%	7.7%	7.6%	0.3%	-14.3%	-3.74%	36.4%
仪器仪表	1.34%	-17.6%	-1.7%	17.0%	-8.1%	3.7%	14.1%	-31.5%	39.7%	-23.2%		40.0%
加速行业占比		21.4%	28.6%	50.0%	42.9%	53.6%	53.6%	50.0%	42.9%	25.0%	46.2%	

注：表中主体部分的数据为每月各行业制造业投资单月同比和上月之差，单位为%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

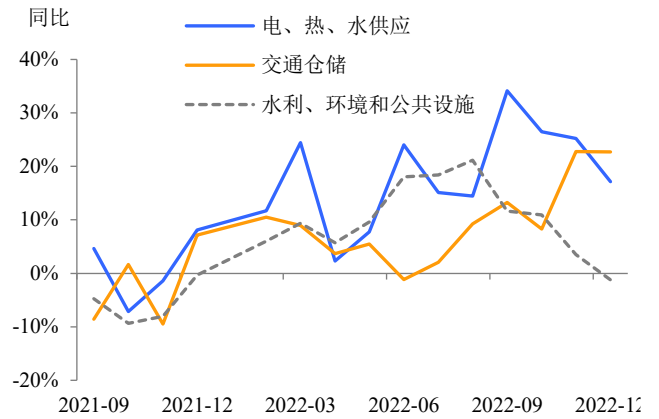


图6：2022年基建投资节奏与过去基本吻合



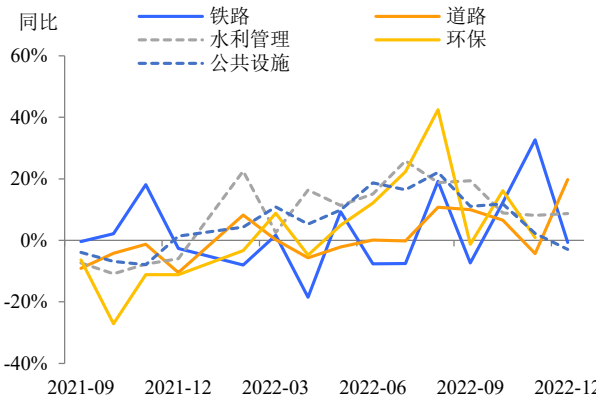
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2022年12月交运投资增速赶超能源基建(当月同比)



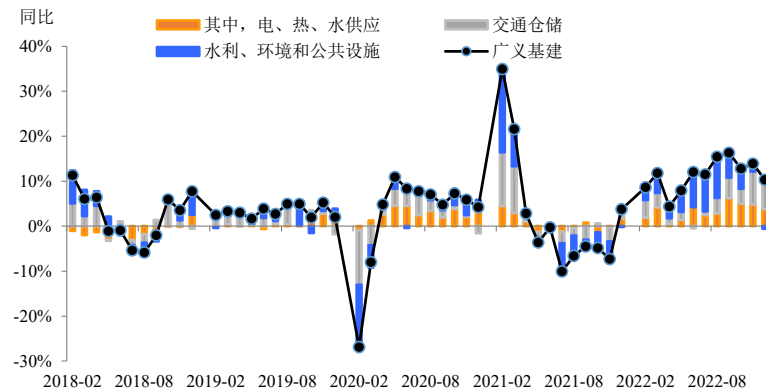
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022年12月道路投资替代铁路发力(当月同比)



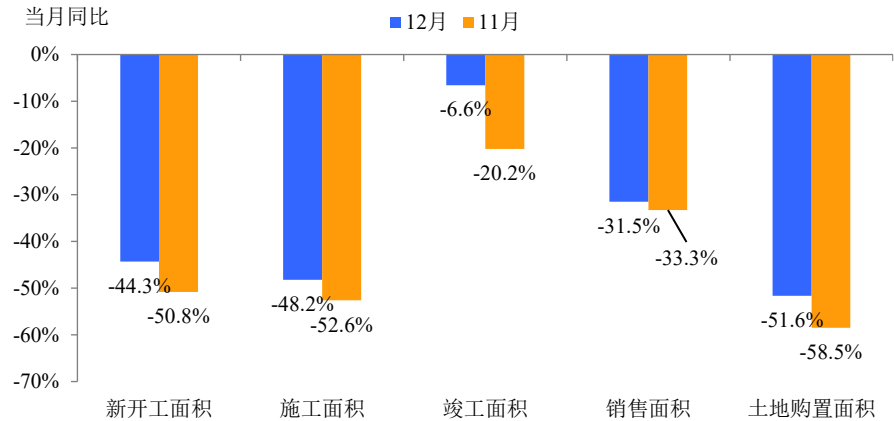
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022年三季度靠水利，四季度靠交通仓储(当月同比)



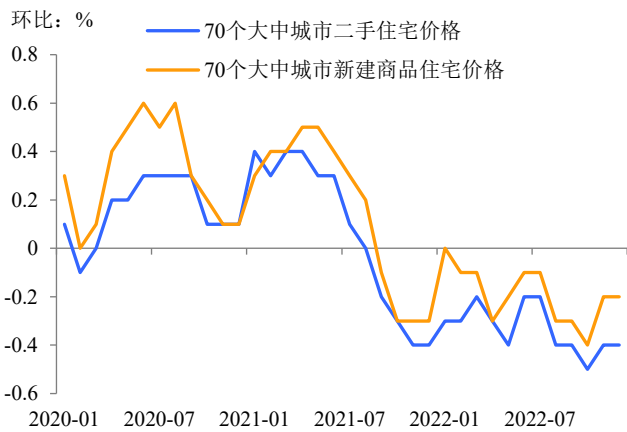
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2022年12月和11月地产相关面积数据



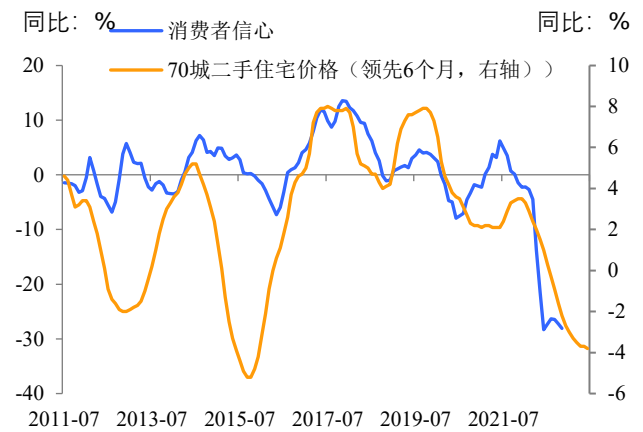
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 12月70城房价环比跌幅有所收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 房价同比企稳可能是消费者信心回暖的重要基础



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

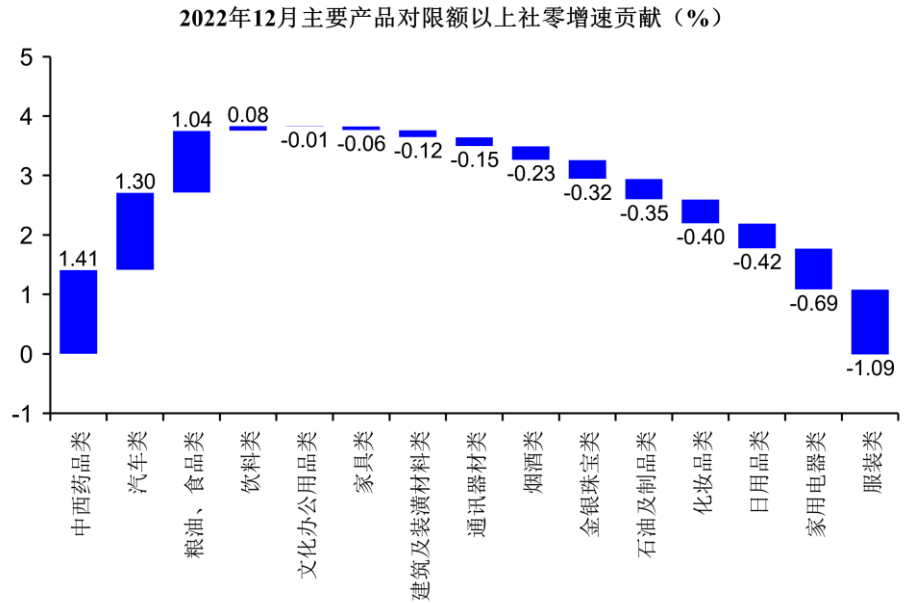
图13: 70城新建商品住宅价格同比环比增速

	12月是否可下调 首套房贷利率	城市	同比(%)				环比(%)				
			2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	
一线城市		北京	5.8	5.7	5.9	6.1	0.2	0.1	0.4	0.2	
		上海	4.1	4.0	4.0	3.8	0.4	0.3	0.3	0.2	
		广州	0.4	0.2	0.2	0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	
		深圳	-0.2	0.0	0.5	0.9	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5	
二线城市	✓	天津	-4.0	-4.0	-4.1	-4.3	-0.7	-0.6	-0.3	-0.2	
	✓	石家庄	-2.9	-3.2	-4.1	-4.4	-0.6	-0.2	-0.7	-0.3	
	✓	太原	-4.6	-4.9	-4.7	-4.5	-0.6	-0.7	-0.4	-0.6	
		呼和浩特	-3.1	-1.8	-2.3	-2.7	-1.4	0.0	0.0	0.1	
	✓	沈阳	-5.2	-5.1	-4.8	-4.5	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3	
	✓	大连	-4.9	-4.9	-4.6	-3.7	-0.4	-0.5	-1.2	-0.5	
	✓	长春	-4.3	-3.5	-3.1	-2.3	-1.1	-0.8	-0.7	-0.7	
	✓	哈尔滨	-7.6	-8.0	-7.8	-7.5	-0.4	-0.9	-0.6	-0.8	
		南京	0.3	0.6	-0.1	0.3	-0.1	0.3	-0.5	-0.4	
		杭州	6.4	6.6	6.4	6.5	0.3	0.7	0.3	0.4	
		宁波	1.8	1.2	0.9	0.4	0.2	0.1	0.4	0.2	
		合肥	1.6	1.9	1.5	0.7	-0.1	0.1	0.6	0.7	
	✓	福州	-2.3	-2.0	-2.1	-1.8	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	
	✓	厦门	-3.9	-3.6	-3.9	-3.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.3	
		南昌	1.8	1.9	1.5	1.2	-0.3	-0.1	-0.1	0.3	
		济南	1.9	2.0	1.5	0.9	-0.1	-0.1	0.1	0.3	
		青岛	0.6	0.2	0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.2	-0.1	
	✓	郑州	-3.4	-3.6	-3.8	-3.8	-0.6	-0.4	-0.5	-0.3	
	✓	武汉	-5.6	-5.8	-6.4	-6.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.9	
		长沙	3.2	3.0	2.7	2.7	0.5	0.5	0.2	0.1	
✓	南宁	-3.4	-3.5	-3.0	-2.5	-0.2	-0.6	-1.0	-0.6		
	海口	1.0	0.8	0.5	0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.2		
	成都	9.0	8.0	7.2	6.2	0.5	0.5	0.3	0.7		
	贵阳	-1.4	-1.6	-2.0	-2.0	-0.2	-0.8	-0.4	0.0		
	昆明	-3.0	-2.5	-2.7	-2.7	-0.7	0.2	-0.8	-0.6		
	重庆	0.0	0.7	0.8	1.4	-0.5	-0.3	-0.6	0.3		
	西安	2.0	1.4	1.8	2.5	0.1	-0.3	-0.3	-0.5		
✓	兰州	-5.6	-5.5	-5.8	-5.5	-0.5	-0.1	-0.4	-0.9		
	西宁	-3.6	-4.3	-4.7	-4.5	-0.3	0.0	-0.6	-0.3		
	银川	2.3	1.8	2.7	3.5	0.1	-0.7	-0.2	-0.1		
	乌鲁木齐	1.7	1.7	1.2	1.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.3		
三线城市	✓	唐山	-2.1	-1.3	-0.8	-1.4	-0.6	-0.7	-0.2	-0.4	
	✓	秦皇岛	-5.9	-6.3	-6.4	-6.5	-0.5	-0.3	-0.7	-0.7	
	✓	包头	-4.6	-4.7	-4.8	-5.1	-0.4	-0.3	0.0	-0.7	
	✓	丹东	-4.8	-4.9	-5.0	-4.8	-0.2	-0.1	-0.1	-0.5	
	✓	锦州	-3.5	-3.3	-3.6	-2.4	-0.4	-0.2	-0.9	-0.3	
	✓	吉林	-3.8	-3.3	-3.2	-3.2	-0.5	-0.5	-0.3	-0.6	
	✓	牡丹江	-3.2	-3.3	-2.9	-2.3	-0.5	-1.0	-1.1	-0.1	
	✓	无锡	-0.3	-1.2	-1.2	-0.4	0.4	-0.3	-0.8	-0.4	
	✓	扬州	-3.3	-3.9	-4.4	-4.4	0.6	-0.2	-0.4	-0.5	
	✓	徐州	-1.0	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.5	-0.5	-0.1	
	✓	温州	-6.3	-5.8	-5.1	-4.4	-0.2	-0.8	-0.7	-0.9	
	✓	金华	-2.1	-1.9	-1.7	-1.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	
	✓	蚌埠	-2.7	-2.8	-2.5	-2.6	-0.1	-0.6	-0.1	-0.2	
	✓	安庆	-4.9	-4.6	-4.7	-4.9	-0.3	-0.1	0.1	-0.5	
		泉州	-3.1	-4.5	-5.4	-5.0	0.7	0.5	-0.6	-0.7	
	✓	九江	-2.5	-3.1	-3.2	-3.1	0.2	-0.3	-0.4	-0.1	
		赣州	-0.1	0.6	0.9	1.2	-0.3	-0.4	-0.6	0.2	
	三线城市		烟台	-2.0	-2.1	-2.7	-2.9	-0.2	0.3	-0.2	-0.3
	✓	济宁	-4.7	-4.9	-4.2	-3.7	-0.3	-1.1	-0.6	-0.1	
	✓	洛阳	-4.8	-5.0	-4.8	-4.0	-0.5	-0.4	-0.7	-0.4	
	✓	平顶山	-2.6	-2.9	-3.0	-2.4	0.2	-0.2	-0.3	-0.2	
	✓	宜昌	-5.0	-5.1	-5.1	-4.5	-0.2	-0.2	-0.9	-0.7	
	✓	襄阳	-4.4	-5.3	-5.4	-5.5	-0.1	-0.5	-0.1	-0.2	
	✓	岳阳	-8.2	-8.0	-7.4	-7.3	-0.6	-0.4	-0.8	-0.7	
	✓	常德	-5.7	-5.7	-5.6	-5.7	-0.4	-0.3	-0.5	-0.4	
	✓	惠州	-2.8	-2.4	-2.1	-2.0	-0.7	-0.2	-0.7	-0.3	
	✓	湛江	-8.3	-8.8	-8.7	-8.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.9	
	✓	韶关	-3.5	-3.5	-3.0	-3.7	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	
	✓	桂林	-4.7	-3.8	-3.5	-3.9	-0.6	-0.8	-0.3	-0.4	
	✓	北海	-10.3	-10.6	-10.7	-10.3	-0.4	-0.4	-0.7	-0.6	
	三亚	-0.8	-0.5	0.1	1.0	-0.2	0.2	-0.1	-0.3		
	泸州	-4.3	-4.0	-5.1	-5.7	-0.4	0.4	-0.3	-0.1		
	南充	-2.8	-3.6	-4.7	-6.2	0.1	0.5	1.0	-0.5		
	遵义	-1.3	-0.7	-1.5	-1.4	-0.5	0.3	-0.6	0.2		
	大理	-4.6	-4.7	-5.7	-6.0	-0.3	0.1	-0.5	0.4		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

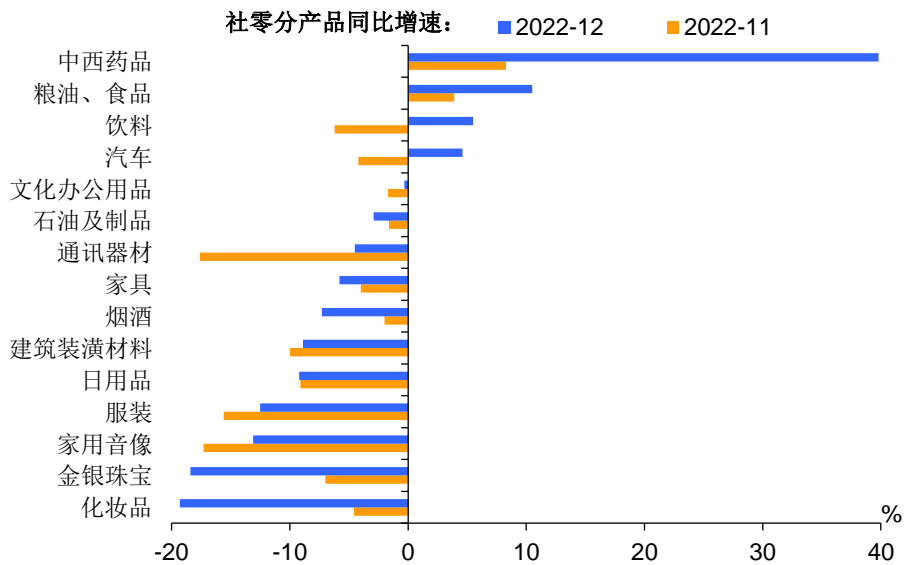


图14: 2022年12月, 多项主要产品做贡献, 药品、汽车及食品正向拉动最多



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022年12月, 疫情放开后药品涨幅显著, 饮料汽车同比转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

